

学校编码: 10384

学号: 32120121150572

分类号__密级__

UDC__

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

上市公司表决权制度研究

——以阿里巴巴集团为例

Research on Voting Setup of Listed Company

——A Case Study of Alibaba Group

张 兰

指导教师姓名: 沈艺峰 教授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2015 年 4 月

论文答辩时间: 2015 年 月

学位授予日期: 2015 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2015 年 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

直到 1990 年，哥伦比亚特区联邦巡回上诉法院否决美国证监会第 19c-4 条规则，美国各大州和证券交易所重新掌握“双重表决权”的裁量权之前，西方公司历来坚持“一股一票”的公司民主底线。阿里巴巴因其“合伙人制度”与香港“一股一票”的现有上市规则冲突而未能顺利在香港上市，转而投向美国市场，从而引起我国学术界和实践界对“一股一票”在新经济时代适用性的广泛讨论。

本文以阿里巴巴集团为案例，主要讨论关于“合伙人制度”（包括“双重表决权”制度）的正反意见，从理论、实证和实践上进行深入的分析，并提出自己的看法。

阿里巴巴合伙人制度虽然违背了“一股一票”的传统公司民主原则，但却有力保障了符合特定条件的“合伙人”对公司的控制权。而美国部分公众公司实行的双重表决权结构是将股权比例与表决权比例分离（即将现金流权与控制权分离），并向创始人及其团队转移较多的表决权，同样是强调了特定人掌握控制权的重要意义。双重表决权结构被众多新型企业/创新企业追捧，呈现出新经济时代下的新趋势：“人”取代“资本”成为公司治理的决定因素。

反对双重表决权结构的人，认为其使现金流权和控制权的分离程度进一步拉大而会加剧代理问题从而损害公众投资者的利益。但分析阿里巴巴案例及考察已有的针对美国市场的实证研究，此观点并不能获得认证。在相关配套机制的制约下，双重表决权结构也可运行良好，单纯限制双重表决权结构可能错过新经济时代下一大批优秀的拟上市公司。

关键词：“双重表决权”；“一股一票”；阿里巴巴

Abstract

Until 1990, when federal circuit court of Columbia vetoed the SEC rule 19c-4 and American states and the stock exchanges began to grasp the discretion of "dual class structure", western companies always adhered to the bottom line of company democracy— "one share one vote". Because of its "partnership" inconsistent with "one share one vote"—the existing listing rule of Hong Kong, Alibaba cannot successfully list there, but turned to the United States. This event causes a extensive discussion on the applicability of "one share one vote" in the era of new economy.

This paper discusses about the different views of Alibaba partnership (including "dual class structure") with the case of Alibaba Group, makes in-depth analysis theoretically, empirically and practically, and puts forward its own view.

Although Alibaba partnership violates "one share one vote", but it can guarantee the "partner" the control of Alibaba. "Dual class structure" is to separate the percentage of ownership and voting rights (namely separate the cash flow rights and control), and remove more of the voting rights to the founder and his team, also highlighting the importance of someone in control. "Dual class structure" is carried out by a great number of new/innovative enterprises, presenting a new trend: the "people" instead of "capital" has become the determinant of corporate governance.

People against "dual class structure" hold the view that it may exacerbate agency problems and damage the interests of the public shareholders by further widening the separation of cash flow rights and control. But this view is not certified by the case study of Alibaba and the existing empirical research of the United States. With the restriction of complementary mechanism, "dual class structure" can also work well. Pure limitation of "dual class structure" may cause the stock exchanges miss a large number of outstanding pre-IPO companies under the new economic era.

Key Words: "Dual class structure"; "One share one vote"; Alibaba

目 录

第一章 绪论.....	1
第一节 股东表决权对控制公司的重要意义	1
第二节 本文研究内容	1
第三节 本文研究思路	3
第四节 本文研究贡献	3
第二章 香港和美国对上市公司表决权制度的规定.....	5
第一节 一股一票制的确立	5
第二节 香港对上市公司表决权制度的规定	7
第三节 美国对上市公司表决权制度的规定	8
第四节 本章小结	10
第三章 双重表决权结构的学术研究.....	12
第一节 关于双重表决权结构的理论分析	12
第二节 关于双重表决权结构的实证研究	18
第三节 本章小结	23
第四章 阿里巴巴集团的案例分析.....	25
第一节 阿里巴巴的发展历程	25
第二节 管理团队的控制权维持对策	26
第三节 阿里巴巴合伙人制度对股东财富的影响	37
第四节 阿里巴巴的经营和财务表现	41
第五节 本章小结	45
第五章 我国企业对双重表决权结构的应用	47
第六章 结论和建议.....	51
参考文献.....	56
致 谢	60

附 录	61
-----------	----

附录一 2005 年阿里巴巴和雅虎合作详情	61
-----------------------------	----

附录二 B2B 公司上市前的分拆重组及其协议控制模式	62
----------------------------------	----

附录三 阿里巴巴“合伙人”的运作规则及现有人员名单	65
---------------------------------	----

厦门大学博士论文摘要库

Contents

Chapter1 Introduction	1
Section1 Significance of Voting to Control	1
Section2 Content of Research	1
Section3 Thoughtway of Research.....	3
Section4 Contribution of Research.....	3
Chapter2 Rules on Voting Setup of Listed Company in Hong Kong and America.....	5
Section1 Establishment of "One Share One Vote"	5
Section2 Rules on Voting Setup of Listed Company in Hong Kong.....	7
Section3 Rules on Voting Setup of Listed Company in America	8
Section4 Summary	10
Chapter3 Academic Research of Dual Class Structure	12
Section1 Theory Analysis of Dual Class Structure	12
Section2 Empirical Research of Dual Class Structure	18
Section3 Summary	23
Chapter4 Case Study of Alibaba Group.....	25
Section1 Development History of Alibaba	25
Section2 Control Countermeasures of Management.....	26
Section3 Impact of Alibaba Partnership on Shareholder Wealth	37
Section4 Business and Financial Performance of Alibaba	41
Section5 Summary	45
Chapter5 Application of Dual Class Structure in China	47
Chapter6 Conclusion and Suggestion.....	51
Reference.....	56

Acknowledgement.....	60
Appendix	61
Appendix1 Cooperation of Alibaba and Yahoo in 2005.....	61
Appendix2 Restructure and VIE Mode of B2B company	62
Appendix3 Operation Rules and Existing List of Alibaba "partners" .	65

第一章 绪论

第一节 股东表决权对控制公司的重要意义

企业组织制度从个人业主制和合伙制发展到公司制（又称股份制），是一种伟大的创新，社会生产力由此得到极大释放。公司制企业的典型形式为股份有限公司（或简称股份公司）。

在股份公司中，出资者投入公司的个人资本变为公司的法人资本，而法人资本的占有和使用主体是公司董事会，即公司所有权与公司经营权相分离，让非所有者的专业人员掌握经营管理权，而出资者变为股东享有股东权利（主要为收益权和表决权，且表决权归根结底是为保障收益权而存在的），股东与董事会等公司管理层之间形成委托代理关系。

但股东对公司并没有失去控制，因为股东通过表决权的行使能够选任或撤换董事会成员从而能够通过控制管理层实现对公司的间接控制。“管理层只能在投资人的承受限度内行使他们的权力”^[1]，而无论他们在公司中的权力有多大，这是股东大会作为公司最高权力机关的真正意义所在、也是股东放心将经营权乃至部分控制权委托给管理层的原因所在。

由此可知，表决权对掌握公司控制权至关重要，尤其体现在对董事选任的表决权上，一定程度上，表决权即控制权。代理权/委托书征集、股票收购等控制权争夺途径本质上均是对表决权的争夺。美国著名的公司法专家 Easterbrook 和 Fischel 认为，“如果说有限责任是公司法的最显著的特征，那么表决权则是第二个特征”^[1]。

第二节 本文研究内容

本文研究的“表决权制度”特指“股东表决权的初始设置方式”，即在股东且只有股东享有表决权，且股东为普通股股东的前提下，考察对表决权的不同初始设置方式及其带来的股东利益影响，而排除对以下内容的研究：

- 1、除普通股股东外，其他利益相关方是否应享有表决权。如当公司处于资

金或经营困境时，优先股股东和债权人可以获得表决权。

2、表决权的具体行使情况。如股东大会的通知方式、举行方式（时间及地点安排）、表决方式（现场表决或书面表决或电子表决）、计票方式（直线投票制或累积投票制）、会议类别（普通决议或特别决议）、表决权限制机制（如关联股东不能参与关联交易的表决、子公司持有的母公司股份无表决权等）、表决权的委托代理机制、信托机制、征集机制以及《表决权协议》的立法及实践操作情况。

这是因为只有普通股股东才是公司剩余收益索取者和剩余风险承担者，所以虽然理论上不同意见，但实践中目前的通常状况是只有普通股股东享有表决权。而“表决权的具体行使情况”是基于“表决权的初始设置”之后的实际操作，后者更具根源性意义。

按照本文的定义，历史上及现有的表决权制度可归纳为以下三种：一人一票制、一股一票制和双重表决权结构。

一人一票制：股东表决权遵循绝对平等原则，投资数额多少、持股数量多少不会导致差异，每个股东拥有一个表决权。

一股一票制：也称为一元制/单一制股权结构、“同股同权”、“一股一权”，即公司只有一种普通股类别，每个股东持有一股股票即有一个表决权，从而股东表决权数量与其持股数/股本权益成比例关系，即若出资者出资较多，相应地，其持股数就较多，表决权数量就较多，对公司的控制权就较大。

双重表决权结构（Dual Class Structure/Share/Stock/Capitalisation），也称为双类别股份、AB股、二元/二级/双重/双层股权结构。区别于一股一票制，在双重表决权结构中，公司普通股通常被设置为拥有不同表决权（高/低）的两种股票，设置的方法一是两种股票面值相同而表决权不同，即直接分配表决权；二是两种股票表决权相同而令面值有所差异。低表决权股票（通常是A股）通常为一股一票，有的甚至没有表决权，由公众股东持有。高表决权股票（通常是B股）每股的表决权通常远高于低表决权股票每股的表决权，为后者的2倍以上、通常为十倍、甚至数百倍，主要由创始人及公司高管持有。这种表决权设置的用意在于打破资本在公司治理中的传统强势地位，使得创始人团队拥有较少股权便可以控制公司。

可以看出，双重表决权结构相较于一股一票制，最大的特点是：表决权数量

与持股数/股本权益没有必然联系；向创始人及管理层配置更多表决权。其典型例子，如互联网搜索引擎公司——谷歌（Google）的股权设置。谷歌在 2004 年赴纳斯达克上市前将股票分为 A、B 两类，向所有外部投资人（包括前期投资商）发行的均为每股只有 1 个投票权的 A 类股；而其创始人和高管则持有每股对应 10 个投票权的 B 类股。谷歌的两位共同创始人佩奇和布林，加上 CEO 施密特合计持有大约 1/3 的 B 类股，稳控公司决策权。

第三节 本文研究思路

本文的选题源于被广泛热议的阿里巴巴上市风波，正是由于其有别于一股一票制的表决权设置（即“合伙人制度”），阿里巴巴遭到坚持“一股一票”原则的港交所拒绝而转向容许双重表决权结构公司上市的纽交所。因此本文旨在解决“为什么港交所坚持一股一票制而纽交所容许双重表决权结构”和“双重表决权结构到底会对公司和股东利益带来什么影响”两个问题，对这两个问题的阐释分别构成了本文第二章和第三章的内容。由于实证检验无法得出表决权制度与公司表现之间关系的明确结论，本文第四章借助对阿里巴巴案例的分析，为公司选择采用双重表决权结构的原因、具体操作及由此带来的对公司和股东利益的实际影响提供一个直观的实例，从而完整论证了香港以“为保护中小股东利益而限制双重表决权结构”为由挫败阿里巴巴的上市意向，在理论、实证、实践上都是站不住脚的。本文第五章对我国内地企业应用双重表决权结构并选择在美国上市的情况进行了一定说明，香港联交所无形之中就错过了这些采用双重表决权结构的公司。因此香港应当适应新经济时代下新型公司对创新公司治理结构的需求，考虑在加强相关配套机制建设的前提下，放开对双重表决权结构公司的上市禁令，与此相关的研究结论和政策建议列于本文第六章。

第四节 本文研究贡献

第一，本文突出了股东表决权对掌握公司控制权的重要意义，并排除对控制权争夺表象的研究而集中于更为内在的表决权初始设置方式（即本文所称“表决权制度”）的研究，从而更能说明公司控制权安排及相关方对控制权争夺的实质

内容;

第二,本文指出了双重表决权结构作为一种解决“融资导致控制权稀释”难题的创新设置,符合了新型公司对“突出‘人’的作用的创新公司治理结构”需求的趋势,在新经济时代下或是一种更为有效的表决权设置方式;

第三,在研究方法上,本文避免重复已有的关于双重表决权结构实证检验存在的问题,在综述相关实证检验研究成果的基础上,以案例分析为主说明了双重表决权结构对公司和股东利益的影响;

第四,在研究的应用价值上,本文首先切实解释了阿里巴巴的上市风波,尤其是各当事方所持立场的依据及依据的充分性。但更为重要的是,在本文研究结论的基础上,对香港提出了建议,建议其放开对双重表决权结构公司的上市禁令,并进一步向其提出了可加强的三个配套机制建设的建议。而是否调整关于“一股一票”的现行上市规则,可能会显著影响港交所未来竞争力的强弱,因此本文具有较大的实践指导意义。

第二章 香港和美国对上市公司表决权制度的规定

一股一票制并不是公司制出现时即有的表决权制度，它本身经历了一个从无到有及至被“默认”的发展过程。同时，香港和美国上市规则中与股票表决权相关的规定也有一个演变的过程。

第一节 一股一票制的确立

实际上，公司制诞生时，对表决权的安排实行的并不是一股一票制，而是一人一票制^[2]。人们担心一股一票制在表决权设置上向大股东倾斜，易使大股东垄断公司权力，从而削弱了小股东的权利，鼓励了投机和专制，而认为“一人一票”才是民主制度；相反，“一股一票”是财阀制度^[3]，因此早期股份公司的决议主要采取“一人一票”的方式。

1852 年，美国马里兰州在其一般公司法中率先采取一股一票制^[4]。19 世纪末期，美国兴起了声势浩大的公司兼并收购浪潮，由于不同的股东具有不同的利益目标和风险偏好，为配合兼并收购的顺利进行，美国公司迅速对表决权制度由一人一票制转换为一股一票制^[4]。并且到 1890 年，美国绝大数州全面实行一股一票制^[5]。

一股一票制的确立有其深刻的法理依据：

1、“一股一票”体现出股东平等原则。

股东平等原则，也即公司民主原则，其理念为股东在与公司的法律关系中，平等地享有权利，对影响公司（从而影响全部股东）的决议都享有话语权。“一人一票”体现的是绝对平等原则，即忽略股东的差异（包括所持股份数量的不同）而对全体股东赋予同等权利的平等；“一股一票”体现的是比例性平等（相对平等）原则，即赋予股东与其所持股份数量成比例的权利的平等。绝对平等原则更适用于社团性/“人合性”的组织（如国家），而在以“资合性”和“有限责任”为特点的股份公司中，比例性平等原则显然更为适用，它能够强烈地显示出股东

的利害关系——股东对公司所享有的现金流权和承担的投资风险是由出资额（股份数量）决定的，而如科恩所言，“任何社会中，其成员对管理的发言权应与决策后果对他利害关系的大小成比例”^[6]，出资多者具有与其持股数同比例的、更大的“发言权”方为公平及平等。正是由于“一股一票”能够体现出股份公司股东出资、决策与决策后果之间的比例关系，因而一股一票制能够代替一人一票制而满足人们对股东平等原则乃至公司民主原则的追求。（但也要注意，一股一票实现的只是形式上的股东平等——“平等的对待股东”，绝非事实上的股东平等——“平等的结果”^[7]。因为形式/程序上的民主与平等并不保证其决策结果的公平与正义，一股一票的当然逻辑是“资本多数决”，中小股东虽拥有表决权但实际上并不发挥作用而大股东能够实质决定决议结果，即存在“多数暴政”、大股东谋求控制权私利、对中小股东利益进行侵害的非正义结果的风险。）

2、“一股一票”体现出集体决策的效率原则。

每一份股票均无差别地拥有一个表决权，这有利于对表决结果进行统计，能够较为快速地将众多股东的意志统一起来，减少了决议过程中当事人之间不必要的纠纷，从而提高了公司决议效率。这正是推动美国公司表决权制度转变的主要原因，因为其满足公司对兼并收购事项快速达成决议的现实需求。

因此，各国公司法中往往将“一股一票”作为一种设置股东表决权的默认原则，但基于公司契约理论、股东自治原则，并没有将“一股一票”作强制性的规定^[8]。如美国各州的公司法中，绝大多数都指明一股股票有一个表决权，但同时允许公司在其章程中对此作出例外规定，即允许公司设置不同表决权架构。如《特拉华州一般公司法》第 212（a）条订明：除非公司章程另有订明…每名股份持有人每持有一股资本股份享有一票表决权。

上市公司的表决权安排，须服从公司法和交易所上市标准两套规则。而由于公司法并不坚持“一股一票”，只是交易所上市标准中存在“一股一票”规则，就构成了拟上市公司能否设置双重表决权结构的主要约束。

第二节 香港对上市公司表决权制度的规定

公平及平等对待股东是香港《上市规则》的一般原则，香港联合交易所有限公司（以下简称“联交所”）在考察新申请人是否适合上市时非常重视这项一般原则。“一股一票”因正好契合这一原则而一直被认定是香港投资者保护的重要内容，并通过《主板上市规则》（1989年12月版）第8.11条实行。

香港《主板上市规则》第8.11条规定：“新申请人的股本不得包括下述股份：该等股份拟附带的表决权利，与其于缴足股款时所应有的股本权益，是不成合理比例的（‘B股’，B Share）。本交易所不会批准上市发行人已发行的新B股上市，亦不会允许上市发行人发行新B股（无论该等股份寻求的是在本交易所或其他证券交易所上市）…（同时规定了两个例外情形：“本交易所同意的特殊情况”以及针对此规定制定前已发行了B股的上市公司的例外情况）…”。联交所该规定的效果是禁止发行分类股份的公司在其系统内上市，以及禁止其系统内已有的上市公司再发行分类股份。且联交所迄今不曾批准过例外案例^[9]。此条对双重表决权结构的禁令是经过一番实践与研究之后才最终确立的。

1972年至1973年的两年内，先后有三家香港公司发行B股集资，分别为会德丰洋行、Local Property and Printing Company Limited和太古股份有限公司；1987年3月底，再有三家知名公司（和记黄埔有限公司、怡和控股有限公司及长江实业（集团）有限公司）各自宣布，计划以分派红股方式发行B股，此消息公布后，恒生指数下跌3.7%^[9]。这些B股与A股拥有平等的表决权——每股一票，然而，B股的票面价值及可获分派股息只有A股的1/5或1/10。

1987年4月8日，联交所与证券监理专员办事处发出联合公告，称不再容许B股上市，理由是“这些股票上市可能产生问题，且香港及海外经纪强烈反对”，此公告发出后市场即反弹^[9]。此事件后，香港公司法改革常务委员会专门研究了B股的问题，重点研究公司发行B股是否符合股东整体利益及公众利益。公司法改革常务委员会在向有关公司、专业及商业团体和公众征询意见后，于1987年7月公布研究报告^[10]。报告中指出，反对B股的主要论点是B股违反“一股一票”的民主理念，助长了由少数人士组成及可自我延续的群体对公司的控制。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库